

DOI: 10.55643/fcaptr.3.56.2024.4354

Інна Школьник

д.е.н., професор кафедри
фінансових технологій і
підприємництва, Сумський
державний університет, Суми,
Україна;
email y.shkolnyk@rectorat.sumdu.edu.ua
ORCID: [0000-0002-5359-0521](https://orcid.org/0000-0002-5359-0521)
(Corresponding author)

Юрій Огорілко

аспірант, Сумський державний
університет, Суми, Україна;
ORCID: [0009-0001-2108-5192](https://orcid.org/0009-0001-2108-5192)

Received: 21/02/2024

Accepted: 27/05/2024

Published: 30/06/2024

© Copyright
2024 by the author(s)



This is an Open Access article
distributed under the terms of the
[Creative Commons CC-BY 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)

ЕКЗОГЕННІ ШОКИ ТА МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ

АНОТАЦІЯ

Стаття присвячена визначенню впливу екзогенних шоків, які відбувались у різні історичні періоди, на розвиток монетарної політики центральних банків.

За результатом проведеного дослідження встановлено, що проаналізовані приклади екзогенних шоків відбувались у різні історичні періоди, зазвичай мали різне підґрунтя та відрізнялися перебігом подій. Однак визначальною характеристикою, що впливала на рамки монетарної політики, була їхня завчасна непередбачуваність. Інколи економічні агенти ігнорували індикатори майбутніх потрясінь (як у випадку Азійської фінансової кризи) або екзогенні шоки дійсно не мали передвісників (наприклад, у випадку воєнних конфліктів).

У зв'язку з цим та незважаючи на прийняття багатьма країнами рамок монетарної політики у вигляді інфляційного таргетування, основним завданням центральних банків у часи екзогенних шоків залишається забезпечення ліквідності банківського сектора з метою запобігання панікам.

Складність реагування центральних банків на екзогенні шоки проявлялася також у тому, що вони як правило не виступали єдиною причиною потрясінь та подальших рецесій. Зазвичай їхнє існування збігалось у часі з іншими за характером великими шоками (наприклад, нафтові шоки з воєнними конфліктами чи подолання наслідків COVID-19 із російським вторгненням в Україну).

Автори акцентують на тому, що в періоди екзогенних шоків проявляються різні інфляційні тенденції, що впливають на очікування економічних агентів. Наприклад, у періоди перших нафтових шоків інфляційний тиск збільшувався, однак подальші кризи, пов'язані зі значним зростанням цін на нафту, проходили менш стресово через удосконалення інституційних монетарних механізмів реагування на них та зменшення частки нафти в процесах виробництва й споживання. У свою чергу, пандемія COVID-19 супроводжувалася зменшенням економічної продуктивності, що було підґрунтям послаблення інфляційного тиску.

Виходячи з цього, вчасна ідентифікація природи екзогенних шоків, тенденцій їхнього розвитку, наявність незалежного й транспарентного статусу центральних банків, розвиненість традиційних (відсоткова ставка) і нетрадиційних (наприклад, валютні інтервенції) інструментів монетарного втручання визначають і тривалість шоків, і подальші строки економічного відновлення.

Ключові слова: фінансова криза, центральний банк, пандемія COVID-19, інфляційний тиск, нафтові шоки

JEL Класифікація: B22, E31, E42

ВСТУП

Сучасні виклики, пов'язані з російським вторгненням в Україну, зумовлюють актуальність дослідження екзогенних шоків, які відбувались в різні історичні періоди, та необхідність визначення спільних рис і умов, які їм притаманні.

Інструменти монетарної політики як реакція на екзогенні шоки у давніші часи були також різними та мали неоднакову ефективність, що посилює увагу до рамок монетарної політики центральних банків для використання в сучасних умовах.

У статті проаналізовано вплив екзогенних шоків на монетарну політику в різні історичні періоди для виявлення їхніх спільних характеристик незалежно від інституційної основи функціонування центральних банків, типу валютної системи, стану розвитку економіки, що зазнала впливу таких шоків.

ОГЛЯД ЛІТЕРАТУРИ

Ураховуючи значний історичний проміжок часу та розмаїття об'єктів аналізу, при підготовці статті використано й теоретичні наукові джерела, і дані та аналітичні матеріали власне центральних банків.

Питанню ідентифікації екзогенних шоків у різні історичні періоди присвячені праці Б. Бернанке, Д. Гамільтона, К. Рогофа, О. Бланшара, Р. Барскі.

Особливості монетарної політики в часи екзогенних шоків були предметом досліджень Г. Олсона, Д. Селджина, Т. Джордана, Ф. Мішкіна та інших.

Маємо також відзначити, що частина наукової літератури стосується тенденцій розвитку екзогенних шоків (наприклад, праці Dvir E., Rogoff K. (2009) та Hamilton J. (2011) щодо нафтових шоків).

Зокрема, визначаючи причини значних змін цін на нафту, дослідники вказують, що загальновізнаною причиною такого явища є зовнішньополітичні події на Близькому Сході. Однак історія демонструє, що значне підвищення цін на нафту може відбуватися навіть за відсутності таких потрясінь. Наприклад, зростання реальної ціни на нафту в період із березня 1999 по листопад 2000 року, безумовно, було значним, але в цей період не було суттєвих воєнних конфліктів на Близькому Сході. Крім того, більшість країн зазначеного регіону, які в більш ранні періоди нафтових шоків брали участь у воєнних діях (Єгипет, Йорданія, Сирія, Ірак), навіть не були великими виробниками нафти (Barsky R., Kilian L. (2004)).

Dvir E., Rogoff K. (2009) виділяють декілька етапів нафтового ціноутворення. Автори підсумовують емпіричні дані так: ціна на нафту з 1861 по 1878 рік характеризувалася стійкістю та нестабільністю, з 1878 по 1934 рік вона була менш стійкою, однак більш стабільною. З 1934 по 1972 рік ціна була ще стабільнішою, а починаючи з 1972 року, ціна на нафту знову стала стійкою та нестабільною, хоча й не такою нестабільною, як у період до 1878 року.

Із зазначених періодів лише 1934 рік пов'язаний із великим відкриттям нафти, яке відбулося за кілька років до того на родовищах Східного Техасу. Інші періоди були пов'язані з технологічними та географічними факторами, які спричинили зміну структури ринку. 1878 року почалося будівництво першого магістрального трубопроводу, який поклав край монополії залізниць на транспортування нафти. А 1970 року нафтове родовище Східного Техасу досягло свого піку, поклавши край контролеві США над надлишковими запасами нафти, що стало сигналом для зростання популярності картелю ОПЕК. Автори вказують на те, що протягом спостережуваних періодів, коли ціни на нафту були й стійкими, і дуже нестабільними, одночасно існували дві умови: доступ до поставок був обмежений, а попит – аномально високий. Зокрема 1973 року країни ОПЕК скористалися війною між Ізраїлем і Сирією та Єгиптом для різкого обмеження постачання нафти. Ці події відбувались одночасно зі зростанням попиту від країн Східної Азії, що швидко індустріялізувалися: спочатку Японії, потім Тайваню й Південної Кореї, і нарешті, Китаю (Dvir E., Rogoff K. (2009)).

На переконання Hamilton J. (2011), взаємозв'язок зміни цін на нафту з індустріалізацією країн Східної Азії проявився під час кризи 1997-1998 років. Улітку 1997 року Таїланд, Південна Корея та деякі інші країни регіону зазнали спекулятивної атаки на свої валюти й серйозного тиску на фінансові системи. Інвестиційна невизначеність призвела до зниження доларової ціни на нафту, яка досягла 12 доларів за барель до кінця 1998 року. У реальному вираженні це була найнижча ціна на нафту з 1972 року. Однак криза виявилася недовгою, країни регіону продовжили процес індустріалізації, і світове споживання нафти повернулося до значного зростання 1999 року (до кінця 1999 року ціна на нафту повернулася до рівня початку 1997 року).

Інші автори акцентують увагу на непередбачуваному впливі екзогенних шоків на економічні показники (праці Bernanke B. et al. (1997) та Blanchard O., Gali J. (2007) щодо впливу цін на нафту на ВВП та рівень інфляції; Radelet S., Sachs J. (1998) щодо взаємозв'язку шоків із показниками розвитку економічних систем у період Азійської фінансової кризи).

Так, одним із найбільш незвичайних аспектів азійської кризи є те, наскільки вона була непередбачуваною для учасників ринку. Традиційні попереджувальні сигнали (дефіцит платіжного балансу, завищені обмінні курси тощо) загалом ігнорували. Високий рівень припливу капіталу створив тиск на слабкорозвинені фінансові системи. У комерційних банках (які були посередниками в швидкому зростанні обсягів зовнішнього фінансування) та центральних

банках (які намагалися регулювати й контролювати діяльність комерційних банків) інституційні зміни не встигали за високими рівнями міжнародних потоків капіталу.

Передумовою кризи була різка зміна очікувань інвесторів. Наприклад, приплив капіталу залишався значним протягом 1996 року, а в більшості країн – до середини 1997 року. Єдиними винятками були фондові ринки Таїланду та Південної Кореї, де проблеми з припливом капіталу почалися 1996 року. У Малайзії й банківські установи, і інвестори демонстрували оптимізм до 1997 року. В Індонезії фондовий ринок і банківський сектор стабільно функціонували до середини 1997 року.

Подальший відтік капіталу призвів до скорочення ліквідності та різкого зростання процентних ставок. У результаті компаніям, які були прибутковими до кризи, було важко отримати додатковий капітал або залишатися прибутковими за значно вищих процентних ставок. Крім того, відсутність чіткого законодавства про банкрутство та правових механізмів урегулювання призвела до відкликання інвестицій, оскільки іноземні інвестори побоювалися, що не матимуть змоги стягнути безнадійні кредити (Radelet S., Sachs J. (1998); Kuznyetsova A., Misiats N. and Klishchuk O. (2017)).

Окремо маємо відзначити роботу Selgin G. (2021), що стосується аналізу фіскальних стимулів у боротьбі з наслідками пандемії COVID-19. Автор показує можливі негативні результати державної політики, що проводилася без належної ідентифікації природи тогочасного екзогенного шоку та каналів впливу на економічних агентів.

Суттєвий пласт літератури генерують керівники та фахівці центральних банків. При цьому маємо відзначити аналітичні матеріали Jordan T. (2022) та Ohlsson H. (2022), які окреслюють глобальні інфляційні тенденції, викликані російським вторгненням на територію України.

Однак, незважаючи на значний масив наукових джерел із досліджуваного питання, вони, як правило, стосуються аналізу одиничних випадків, що не дозволяє виокремити особливості, які об'єднують різні за підґрунтям екзогенні шоки. Ураховуючи сучасні виклики для політики центральних банків, необхідним є комплексне дослідження питання екзогенних шоків, виділення їхніх спільних характеристик незалежно від історичного періоду та вплив на монетарну політику.

МЕТА ТА ЗАВДАННЯ

Метою дослідження є визначення впливу екзогенних шоків, які траплялись у різні історичні періоди, на розвиток монетарної політики центральних банків. Реалізація зазначеної мети потребує виконання таких завдань:

- визначення характеристик, що притаманні різним видам екзогенних шоків;
- установлення меж впливу екзогенних шоків на монетарну політику центральних банків.

МЕТОДИ

При проведенні дослідження використані методи: загальнологічні, що дозволили охарактеризувати базові поняття статті, такі як екзогенні шоки, рамки монетарної політики центральних банків тощо; порівняльний метод, що був використаний для оцінки окремих видів екзогенних шоків у різні періоди та визначення їхніх спільних характеристик; системно-структурний метод, що надав можливість визначити взаємозв'язок між екзогенними шоками та рамками монетарної політики центральних банків.

РЕЗУЛЬТАТИ

Нафтові шоки. Аналізуючи взаємозв'язок значного та непередбачуваного зростання цін на нафту з реальними економічними показниками, дослідники відзначають, що багато періодів рецесії збігалися зі зростанням цін на нафту. Однак, на відміну від 1980-х і 1990-х років, коли більшість літератури пов'язувала збільшення ціни на нафту з економічною рецесією, останній епізод зростання цін (початок 2000-х років) мав незначні наслідки, оскільки зростання цін на нафту не спричинило різкого економічного спаду, на відміну від попередніх епізодів. Як причину "м'якої" дії зазначеного нафтового шоку автори називають у тому числі адаптаційну монетарну політику (Lee J., Song J. (2009)).

Інші дослідники зазначають, що шоки цін на нафту, як правило, призводять до зниження доданої вартості, оскільки фірми відкладатимуть інвестування, намагаючись з'ясувати, підвищення цін на нафту є постійним чи тимчасовим.

Однак, як акцентовано в науковій літературі, такий ефект "очікування", якщо він взагалі існує, є незначним. Крім того, немає вагомих емпіричних доказів того, що шоки цін на нафту пов'язані з вищими темпами інфляції та впливають на економічне зростання через те, що вартість енергоносіїв є незначною частиною ВВП (Barsky R., Kilian L. (2004).

Аналізуючи вплив нафтових шоків на економічне зростання США, Hamilton J. (2012) на підставі емпіричних даних значного масиву літератури, дійшов висновку, що зниження цін на нафту може покращити прогнози зростання реального виробництва в США. Однак зазначений висновок не є безумовним, оскільки існує історичний масив прикладів зворотного зв'язку. Наприклад, різке зниження цін на нафту в середині 1980-х років не супроводжувалося економічним бумом. Навпаки, цей період пов'язаний із рецесією в нафтовидобувних штатах.

Визначаючи роль монетарної політики в боротьбі з наслідками нафтових шоків, Bernanke B. et al. (1997) зазначають, що екзогенне підвищення цін на нафту має очікуваний вплив на економіку: падіння виробництва, зростання цін і посилення грошово-кредитної політики (у відповідь на інфляційний тиск від нафтового шоку). Однак витрати на нафту та енергоносії занадто малі порівняно із загальними витратами на виробництво, щоб пояснити повну зупинку виробництва, яка принаймні в деяких епізодах відбулася після підвищення цін на нафту. Таким чином, природна гіпотеза полягає в тому, що рецесійний вплив підвищення цін на нафту є частиною наступного скорочення грошової маси. Як наслідок, автори стверджують, що важлива частина впливу шоків цін на нафту на економіку є наслідком не лише зміни цін як таких, а й результатом посилення монетарної політики (вплив збільшення цін на нафту на економіку залежить від функції реакції монетарної політики).

Визначаючи розвиток реакцій на нафтові шоки з 1970-х років, Blanchard O., Gali J. (2007) указують, що, починаючи з 1970-х років, макроекономісти розглядали зміни цін на нафту як важливе джерело економічних коливань. Таке сприйняття значною мірою пояснювали два епізоди незначного зростання, значного безробіття та високого рівня інфляції, які були характерні для більшості індустриальних економік у середині та наприкінці 1970-х років. Загальноприйнятій погляд на ці епізоди стагфляції приписує значну роль у їх виникненні зростанню цін на нафту, спричиненому війною Ізраїлю з Сирією та Єгиптом 1973 року й Іранською революцією 1979 року. Проте події 2000-х років поставили під сумнів актуальність зміни цін на нафту як суттєвого джерела економічних коливань. Причиною такого перегляду стали два нафтові шоки кінця 1990-х років, які за масштабом можна порівняти з шоками 1970-х років. Але, на відміну від нафтових шоків 1970-х років, зростання ВВП та інфляція в більшості промислово розвинених країн світу залишалися відносно стабільними. Однією з гіпотез, що пояснює пом'якшення нафтових шоків, є те, що наслідки зростання цін на нафту були подібними в різних епізодах, але збігалися в часі з великими потрясіннями іншого характеру (наприклад, велике зростання цін на інші товари 1970-х років, зростання продуктивності праці). Такі збіги суттєво спотворювали будь-яку оцінку впливу нафтових шоків.

Нижче наведено зміну цін на нафту West Texas Intermediate із 1971 по 1982 рік (Таблиця 1) та з 1997 по 2008 рік (Таблиця 2), які відображають суттєві коливання цін на нафту, що почалися в січні 1974 року, травні 1979 року, березні 1999 року, липні 2004 року та липні 2007 року.

Таблиця 1. Ціна за барель нафти West Texas Intermediate із 1971 по 1982 рік, дол. США, скоригована з урахуванням інфляції
 (Джерело: складено за даними з сайту <https://www.macrotrends.net>)

Рік/міс.	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
1971	27,59	27,52	27,45	27,38	27,24	27,04	26,98	26,91	26,91	26,85	26,85	26,71
1972	26,71	26,59	26,52	26,46	26,39	26,33	26,21	26,14	26,08	25,96	25,90	25,83
1973	25,77	25,59	25,36	25,18	25,01	24,84	24,78	29,48	29,41	29,15	28,96	28,77
1974	66,91	66,06	65,23	64,96	64,16	63,63	63,12	62,36	61,62	67,36	66,84	66,32
1975	66,07	65,57	65,31	65,06	64,69	64,21	63,50	63,39	63,04	62,70	62,24	62,02
1976	61,90	66,49	66,76	66,91	66,44	66,08	65,73	65,39	74,42	74,05	73,92	73,66
1977	73,28	72,54	72,04	71,45	71,10	70,63	70,28	74,83	74,59	74,35	74,00	73,75
1978	73,28	72,81	72,25	71,68	71,01	70,24	69,71	69,39	68,87	68,25	67,95	67,66
1979	67,06	70,74	70,04	69,25	78,08	81,48	91,76	110,74	117,82	118,93	125,95	130,68
1980	128,83	144,63	146,30	150,42	148,92	147,30	147,30	140,68	132,19	130,93	129,85	132,24
1981	134,71	133,34	132,43	131,52	130,49	122,54	121,21	120,28	119,12	115,57	118,51	114,84
1982	110,72	102,89	92,96	108,71	115,66	111,52	108,05	107,18	112,23	112,07	107,47	100,24

Таблиця 2. Ціна за барель нафти West Texas Intermediate із 1997 по 2008 рік, дол. США, скоригована з урахуванням інфляції.
(Джерело: складено за даними з сайту <https://www.macrotrends.net/>)

Рік/міс.	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
1997	46,83	39,22	39,35	38,90	40,21	38,10	38,71	37,61	40,52	40,24	36,58	33,73
1998	32,85	29,41	29,67	29,21	28,79	26,83	26,86	25,17	30,42	27,12	21,10	22,68
1999	23,93	23,01	31,32	34,63	31,26	35,80	37,98	40,82	45,02	39,89	45,07	46,92
2000	50,50	55,26	48,47	46,33	52,16	58,14	48,96	59,12	54,77	57,98	59,90	47,52
2001	50,47	48,04	46,01	49,61	49,25	45,49	45,80	47,27	40,53	36,77	33,81	34,62
2002	33,91	37,72	45,38	46,80	43,41	46,04	46,26	49,47	51,89	46,30	45,74	53,20
2003	56,87	61,63	51,96	43,29	49,69	50,69	51,22	52,75	48,62	48,53	50,85	54,41
2004	55,03	59,88	58,86	61,34	65,04	60,24	71,31	68,57	80,62	83,64	79,34	70,43
2005	77,94	83,21	88,42	78,81	82,48	89,61	95,58	108,24	102,74	92,51	89,48	95,65
2006	105,62	95,31	102,88	110,05	108,57	112,37	112,79	106,30	95,62	89,74	96,65	93,28
2007	88,61	93,67	98,94	98,04	94,93	104,61	115,83	109,80	120,78	139,53	130,14	140,90
2008	134,05	148,38	146,68	162,93	181,35	197,26	173,96	162,57	141,90	91,56	79,03	65,43

Окрім того, співвідносячи зазначені дані з динамікою зростання ВВП на прикладі Великобританії (Рисунок 1), можна відзначити, що нафтові шоки 1974 та 1979 років мали більший вплив на ВВП Великобританії, аніж шоки 1990-х та 2000-х років.

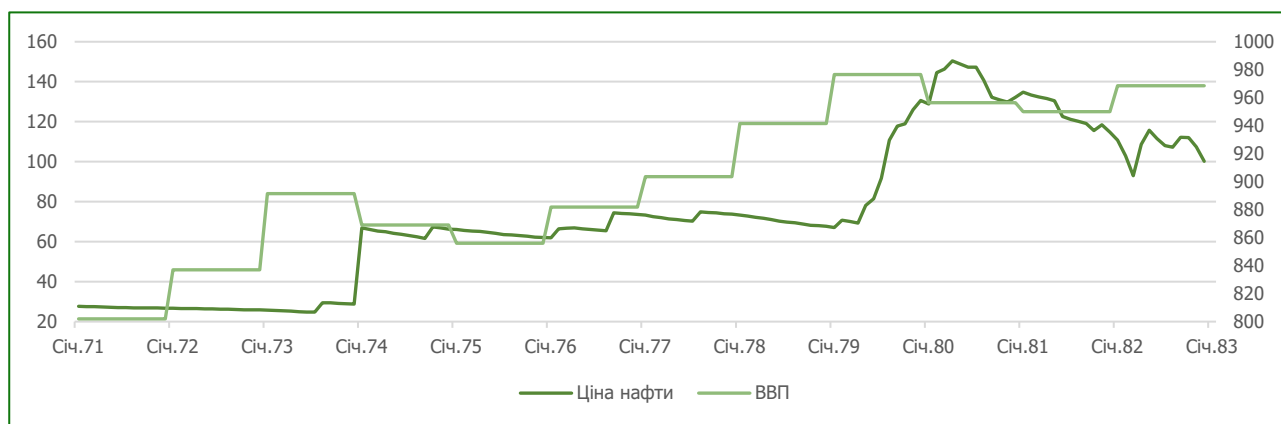


Рис. 1. Динаміка цін на нафту та ВВП Великобританії за період 1971-1982 років. (Джерело: складено за даними з сайту <https://www.statista.com/>)

Зазначений графік ілюструє вплив шоків цін на нафту на зниження рівня ВВП Великобританії протягом зазначеного періоду.

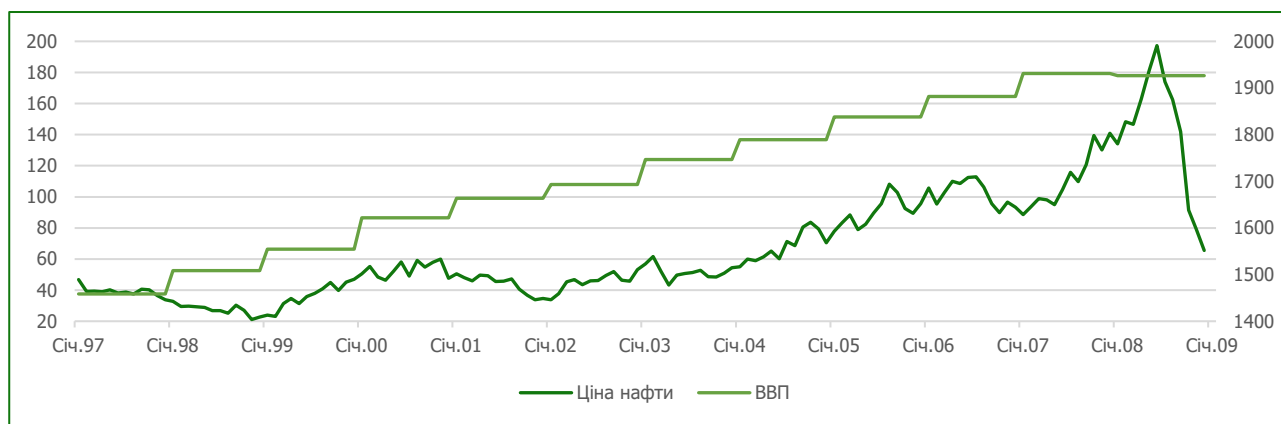


Рис. 2. Динаміка цін на нафту та ВВП Великобританії за період 1997-2008 років. (Джерело: складено за даними з сайту <https://www.statista.com/>)

Протягом наступного періоду, який розглядаємо, ціни на нафту не мали такого впливу на рівень ВВП Великобританії.

Автори відзначають такі зміни, що позначилися на пом'якшенні результатів нафтових шоків (Blanchard O., Gali J. (2007)):

- шоки цін на нафту часто збігались у часі з великими шоками іншого характеру;
- наслідки значного зростання цін на нафту змінювалися з часом, дедалі менше впливаючи на ціни та заробітні плати, а також на виробництво й зайнятість;
- зазначене вище було зумовлене зменшенням жорсткості реальної заробітної плати. Така жорсткість необхідна для виникнення стагфляції як відповіді на несприятливі шоки пропозиції (такі, які мали місце в 1970-х роках);
- іншою вірогідною причиною пом'якшення наслідків шоків цін на нафту було підвищення довіри до монетарної політики центральних банків;
- третьою ймовірною причиною зазначених вище змін було просте зменшення частки нафти у споживанні та виробництві. Таке зменшення було досить помітним, щоб мати кількісно значимі наслідки.

Азійська фінансова криза. Азійська фінансова криза була пов'язана з різким скороченням економічного зростання в Східній Азії, особливо в п'яти країнах, які найбільше постраждали від неї (Індонезія, Південна Корея, Малайзія, Філіппіни й Таїланд). Значної девальвації не відбулося в Китаї, який залишався відносно ізольованим від світових фінансових ринків, та Гонконзі. Японія мала помірну девальвацію між липнем 1997 року та січнем 1998 року (Barro R. (2001)).

1997 року група східноазійських економік, які показали надзвичайні успіхи протягом попередніх двох десятиліть, раптом виявила, що їхні валюти перебувають під інтенсивним спекулятивним тиском, а їхнє економічне зростання стрімко знизилося. Азійська криза поширилася також на інші країни з ринковою економікою, що розвиваються (зокрема на країни Латинської Америки та Росію). При цьому припущення щодо причин кризи 1997-1998 років варіюються від гіпотези фінансової паніки до усвідомлення як основної причини погано регламентованого регуляторного середовища (Davidson S. (2005)).

Таблиця 3. Рівень ВВП окремих країн Східної Азії з 1995 по 2001 р., млрд дол. США. (Джерело: складено за даними з сайту <https://www.statista.com>)

Країна/рік	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Півд. Корея	566,6	610,16	570,59	382,86	497,25	576,48	547,74
Індонезія	1,254,02	1,394,5	1,308,11	572,09	829,57	870,15	834,14
Малайзія	96,61	109,85	109,12	78,64	86,2	102,15	101,05
Таїланд	169,28	183,04	150,18	113,68	126,54	126,13	120,3
Філіппіни	84,64	94,65	94,11	74,49	85,64	83,67	78,92

Як зазначає Wong Y. (1999), азійські економіки значно змінилися після десятиліття швидкого зростання. Але повного колапсу грошово-кредитної та фінансової систем у деяких із цих країн можна було б уникнути, якби була введена краща політика для боротьби зі спекулятивними атаками на валюту. За прийняттям такої політики настав би період болісного пристосування, але в результаті можна було б уникнути важкого становища економік Таїланду, Південної Кореї та особливо Індонезії. Спроби МВФ допомогти цим економікам були здебільшого непродуктивними. Пакет підготовленої допомоги був занадто малим та запізним. Зусилля МВФ спочатку були зосереджені на заходах жорсткої економії, які підштовхнули досліджувані економіки до депресії, водночас безпосередньою проблемою став крах кредитної системи, який негативно вплинув у тому числі на фінансово здорові компанії.

У літературі визначають фактори, які стимулювали фінансову вразливість регіону (Chang R., Velasco A. (1998)).

1. **Фінансова лібералізація до кризи.** Наприкінці 1980-х і в 1990-х роках уряди досліджуваних країн запровадили політику, спрямовану на дерегуляцію процентних ставок і послаблення резервних вимог до банківських установ (у Південній Кореї, наприклад, процентні ставки були лібералізовані між 1991 та 1993 роками, а граничні резервні вимоги, які досягали 30% 1990 року, були знижені до 7% 1996 року). Крім того, були послаблені вимоги щодо обмежень діяльності іноземних банків у Південній Кореї 1991 року й Таїланді 1993 року. Очевидно, що зазначена політика призвела до можливості для банківських систем підтримувати нижчий рівень ліквідності.

2. *Значне зростання короткострокових зовнішніх зобов'язань.* Міжнародне банківське кредитування Азії зросло з менш ніж 150 млрд доларів США на кінець 1990 року приблизно до 390 млрд доларів США в середині 1997 року. Більшість кредитів іноземних банків були короткостроковими. Для Азії частка позик зі строком погашення понад рік упала з приблизно 38% 1990 року до менш ніж 30% у середині 1997 року.
3. *Збільшення боргу в іноземній валюті.* У 1990-х роках не лише строк погашення, але й валютна структура зобов'язань сприяли крихкості фінансових систем країн Азії. У цей період відбулося збільшення запозичень за кордоном, які здійснювалися переважно в іноземній валюті. Збільшення зовнішніх позик означало різке зростання обсягу загальних зобов'язань, деномінованих в іноземній валюті. Перевага для іноземних запозичень була закладена на рівні нормативних актів. Наприклад, на Філіппінах банки підлягали оподаткуванню за ставкою 10% прибутку від позик в іноземній валюті, водночас інші доходи оподатковували за звичайною ставкою – 35%. Крім того, для філіппінських банків резервні вимоги становили 13% для депозитів у песо, тоді як вимог для депозитів в іноземній валюті не існувало. Для позичальників також створювали додаткові стимули офшорні чи спеціальні фінансові центри, які вели операції виключно в іноземній валюті.
4. *Погіршення банківських балансів і збільшення частки непрацюючих кредитів* (Mishkin F. (1999)). На початку кризи частка непрацюючих кредитів у регіоні зросла до 15-35%. Відзначають два шляхи, якими проблеми в банківському секторі можуть призвести до фінансової кризи в країнах, що розвиваються. По-перше, погіршення балансів банківських установ змушує останніх обмежувати кредитування. По-друге, центральному банку стає важче захистити свою валюту від спекулятивних атак. Будь-яке підвищення відсоткових ставок, щоб утримати національну валюту від знецінення, створює стимули для інвесторів атакувати валюту, оскільки прибуток від її продажу зростає.

У свою чергу, короткостроковість кризи (темпи економічного зростання відновилися 1999 року) була результатом проведеної політики стабілізації та структурної адаптації економік постраждалих країн. Критично важливими детермінантами відновлення після кризи стали: девальвація обмінного курсу, експансіоністська макроекономічна політика (наприклад, Південна Корея, Малайзія й Таїланд перейшли до пом'якшення грошово-кредитної та фіскальної політики в другій половині 1998 року) та сприятливе глобальне середовище, що поєднувалося з упровадженням більш орієнтованої на експорт економічної структури. У свою чергу, фінансова допомога від МВФ не мала незалежного впливу на процес відновлення (Park Y., Lee J-W. (2001)).

Як указує Mishkin F. (1999), азійська фінансова криза є яскравим прикладом асиметричних інформаційних проблем несприятливого вибору та морального ризику, що у свою чергу постулює декілька керівних принципів подолання такого типу криз:

- перезапуск фінансової системи для відновлення роботи зі спрямування ресурсів тим, хто має продуктивні інвестиційні можливості, та вжиття заходів з обмеження можливостей для використання морального ризику (moral hazard);
- відновлення ліквідності фінансових установ (у тому числі за рахунок залучення міжнародного кредитора останньої інстанції) для зменшення проблеми асиметричної інформації.

За твердженням автора, після азіатської кризи, коли країни зазнали значного припливу капіталу до кризи та його значного відтоку після кризи, виникло закономірне питання, чи є міжнародний рух капіталу основним джерелом фінансової нестабільності. Асиметричний інформаційний підхід до аналізу кризи свідчить про те, що міжнародний рух капіталу може відігравати важливу роль у створенні фінансової нестабільності, але лише через наявність неналежного нагляду за банківськими установами. Це у свою чергу заохочує приплив капіталу, який призводить до кредитного буму та надмірного ризику з боку банків.

COVID-19. Серед особливостей, що характерні для макроекономічної ситуації під час пандемії COVID-19, дослідники відзначають такі: наявність безпрецедентного набору екстрених державних кредитних механізмів; неефективність прогнозів щодо перебігу кризи та особливості формування очікувань економічних агентів; довіра економічних агентів до рішень центральних банків як необхідна умова покращення макроекономічної стабільності (Levin A., Sinha A. (2020)).

Selgin G. (2021), детально аналізуючи фіскальні та монетарні заходи виходу з кризиви США, указував, що масштаби фіскальних стимулів у відповідь на COVID-19 більше нагадують ті, що спостерігалися під час Другої світової війни (деякі інші автори також указували на те, що зусилля з боротьби з пандемією COVID-19 за масштабами прирівнюються до заходів у Другій світовій війні (Lokshin M. et al. (2020))). Зазначені стимули мають одну важливу згубну особливість – змішування фіскальної політики, яка сприяє справжньому відновленню, з політикою, яка служить

лише для тимчасового полегшення або для впровадження реформ, які, незважаючи на їхню довгострокову перевагу, практично не сприяють пожвавленню приватного ринку (як приклад автор наводить Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security (CARES) Act 2020 року). Як зазначає автор, лише після того, як у суспільства вщунне страх перед інфекцією та повноцінно поновиться діяльність економічних агентів, виникнуть передумови для економічного відновлення.

У банківському секторі відбулося накопичення Федеральним резервом (за 2020 рік баланс збільшився на 3 трильйони доларів США) та банками резервів, що викликало занепокоєння щодо майбутньої інфляції. Крім того, збільшення балансу ФРС дозволило стверджувати, що монетарна інституція поставила під загрозу свою незалежність через можливе її включення в кредитні програми уряду (як доповнення або замість Конгресу чи казначейства) (Selgin G. (2021)).

Країни з високим рівнем доходу були обмежені в спроможності використовувати звичайну грошово-кредитну політику, їм довелося застосовувати більш нетрадиційні інструменти монетарної політики, такі як гарантії центрального банку, пом'якшення макропруденційних правил, обмеження виплати дивідендів фінансовими установами тощо (Benmelech E., Tzur-Ilan N. (2020)).

Використання макропруденційних інструментів задля підвищення стійкості фінансових систем і стабілізації економіки почали широко використовувати після глобальної фінансової кризи 2008-2009 років. Однак фінансова криза, спричинена COVID-19, стала першим глобальним шоком для перевірки працездатності нових макропруденційних інструментів у період серйозного стресу. Банки, які були основною метою більшості макропруденційних норм, витримали цей серйозний шок та не посилили його для інших сегментів економіки. Країни використовували макропруденційну політику антициклічно, посилюючи її протягом періоду відновлення (починаючи з середини 2010-х років), а потім різко послаблюючи у відповідь на COVID-19 (Bergant K., Forbes K. (2021)).

Вплив пандемії зумовив зростання безробіття з середини 2020 року до середини 2021 року (Таблиця 4).

Таблиця 4. Рівень безробіття в окремих країнах Європи 2020-2021 рр. (Джерело: складено за даними з сайту <https://www.statista.com/>)

Країна	Рік/міс.	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
Польща	2020	5,5	5,5	5,4	5,8	6	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,3
	2021	6,5	6,6	6,4	6,3	6,1	6	6,3	6,2	6,1	5,9	5,8	5,9
Британія	2020	4	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	4,4	4,7	5	5,2	5,2	5,3
	2021	5,3	5,2	5,1	5	5	4,8	4,7	4,6	4,4	4,3	4,2	4,2
Італія	2020	9,7	9,5	7,7	7,5	8,7	9,5	10,1	10	10	10	9,6	9,8
	2021	10,2	10,2	10,1	10,2	9,9	9,4	9,1	9,1	9	9,2	9	8,8
Швеція	2020	7,3	7,3	7,5	8,1	8,1	9,3	9,2	9,2	9,1	9,1	9,1	9,1
	2021	9,1	9,1	9,1	9,2	9,1	9,1	9	8,8	8,7	8,5	8,3	8,2

Однак для акцентованого аналізу пандемії як екзогенного шоку для монетарної політики доцільно розглянути динаміку її розвитку на прикладі економіки конкретної країни.

Досвід Великобританії. Перші згадки в офіційних документах Банку Англії щодо пандемії COVID-19 трапляються у звіті монетарної політики за травень 2020 року (Monetary Policy Report (May 2020)). Зокрема вказують, що з початку 2020 року відбулося раптове та дуже помітне падіння економічної активності, а безробіття значно зросло. Протягом останніх тижнів фінансові ринки дещо відновилися, що частково відображає вжиті Сполученим Королівством та іншими країнами заходи. Дані свідчили про зниження рівня споживання домогосподарств приблизно на 30%, активність ринку житла практично припинилася. Очікувалося зниження бізнес-інвестицій приблизно на 50%. Різке збільшення заявок на допомогу відповідало помітному зростанню рівня безробіття. Інфляція знизилася до 1,5% у березні та, ймовірно, мала впасти нижче за 1% за наступні кілька місяців, що значною мірою відображало зміни цін на енергоносії. Безпрецедентна ситуація означала, що перспективи Великобританії та світової економіки надзвичайно невизначені.

У зв'язку з цим досить показовим є останній "доковідний" монетарний звіт Банку Англії за січень 2020 року (Monetary Policy Report (January 2020)). Комітет із монетарної політики акцентує увагу на тому, що зростання ВВП Сполученого Королівства сповільнилося 2019 року, відображаючи сповільнення глобального зростання та підвищену невизначеність Brexit. Однак 2020 року прогнозували прискорення ВВП Сполученого Королівства.

На кінець 2019 року спостерігалася стабілізація виробництва, базова інфляція знизилася до 1,4%. Рівень безробіття залишався низьким і стабільним. Прогнозували, що рівень інфляції 2020 року та протягом більшої частини 2021 року мав перебувати в межах таргету 2%. Останні показники свідчили про те, що світове зростання стабілізувалося,

відображаючи часткове пом'якшення напруги в торгівлі та значне пом'якшення монетарної політики багатьох центральних банків за останній рік.

Функціонери Банку Англії, зіставляючи перший рік пандемії з 2019 роком, указували на те, що COVID-19 і заходи з охорони здоров'я, запроваджені для її стримування, мали величезний вплив на економіку Великобританії. 2020 року ВВП був на 10% нижчий, ніж 2019 року. Це оцінювали як найбільше річне економічне падіння країни приблизно за 300 років. Зменшення попиту на товари й послуги, збої у виробничих процесах та ланцюгах постачання призвели до різкого зниження доходів підприємств, особливо малих та середніх. Зниження доходів, у свою чергу, спричинило тиск на грошові потоки та збільшило потреби в ліквідності (Hurtley J. et al. (2021).

У серпневому звіті 2020 року (Monetary Policy Report (August 2020) прогнози для Великобританії та світової економіки залишалися надзвичайно невизначеними. Розвиток подій залежав від розвитку пандемії, заходів, ужитих для захисту громадського здоров'я, і від того, як уряди, домогосподарства й підприємства реагуватимуть на ці фактори.

У літературі того часу також відзначали домінацію фактора невизначеності. Зокрема вказували на те, що існує величезна невизначеність майже щодо кожного аспекту кризи COVID-19, включаючи заразливість і летальність вірусу; час, необхідний для розробки й упровадження вакцин; можливість виникнення другої хвилі пандемії; тривалість та ефективність соціального дистанціювання; найближчі економічні наслідки пандемії та швидкість економічного відновлення після її закінчення тощо. При цьому беззаперечним визнавали факт того, що COVID-19 і її економічні наслідки не мають схожих історичних паралелей принаймні у двох аспектах: по-перше, раптовість і масовість втрат робочих місць і, по-друге, швидкість економічного спаду (Altig D. et al. (2020).

У лютневому звіті монетарної політики 2021 року (Monetary Policy Report (February 2021) прогноз дещо змінився. Уважали, що обмеження, пов'язані з пандемією, будуть послаблені в другому кварталі 2022 року і з часом занепокоєння щодо здоров'я та невизначеність стосовно перспектив економічного розвитку зникнуть. Споживчі витрати суттєво зростали разом із пом'якшенням обмежень (у тому числі у зв'язку з вакцинацією) і зниженням занепокоєння людей щодо ризиків для здоров'я, хоча на переконання членів Комітету з монетарної політики Банку Англії, потрібно було кілька кварталів, щоб вони повністю зникли. Отож, протягом 2021 року прогнозували зростання ВВП.

У свою чергу, в травневому звіті 2021 року (Monetary Policy Report (May 2021) прогнозували зростання ВВП в 4 кварталі 2021 року, і воно вперше за час пандемії мало перевищити рівень 4 кварталу 2019 року.

Офіційне приборкання пандемії в документах Банку Англії датують кінцем 2021 року. Уже у звіті монетарної політики за листопад 2022 року (Monetary Policy Report (November 2022) відзначали, що наприкінці 2021 року активність у світі та Великобританії повернулася до рівня, який передував COVID-19. Очікували, що поява штаму Omicron дещо знизить ділову активність, але його економічний вплив буде обмеженим і короткочасним. Рівень безробіття знижувався (у листопаді 2021 року він становив 4,1%, а на перший квартал 2022 року прогнозували зниження до 3,8%). Комітет із монетарної політики як основну загрозу подальшого економічного розвитку відзначав несприятливий вплив світових цін на енергоносії. Нижче наведено графік рівня інфляції Великобританії до пандемії (2016-2019 роки), у кризові часи (2020-2021 роки) та після офіційних заяв про її подолання.

Як видно з Рисунку 3, рівень інфляції в часи пандемії значно знизився, що стало результатом зниження загального рівня продуктивності в країні. Протягом цього періоду основним завданням центрального банку було забезпечення ліквідності банківської системи.

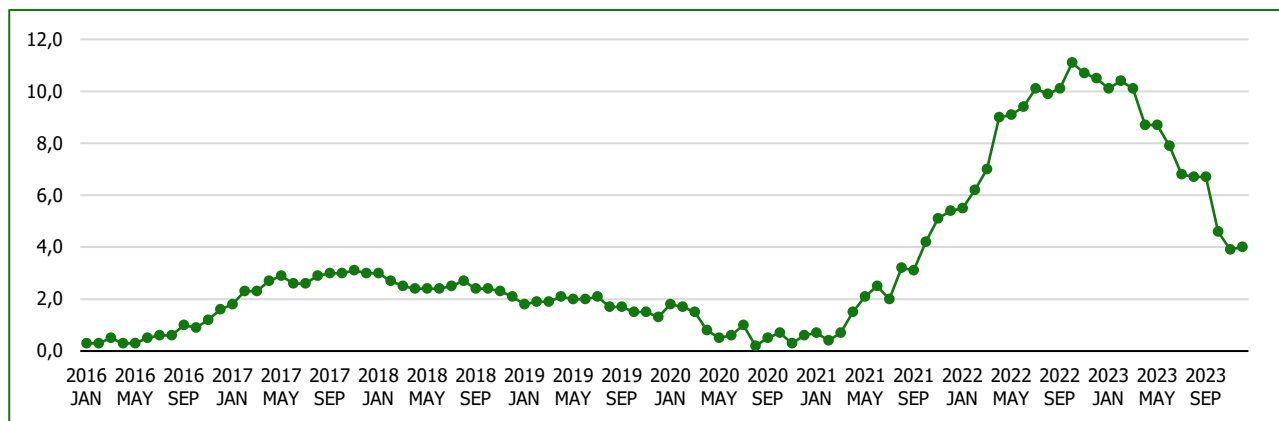


Рис. 3. Рівень інфляції у Великобританії за 2016-2023 роки. (Джерело: складено за даними Банку Англії)

Загальні обсяги операцій РЕПО значно зросли в період COVID-19 порівняно з часом до пандемії. Крім того, банки в цей період були амортизатором (shock-absorber) завдяки достатньому капіталові та ліквідності на початку кризи (Hüser A.-C. et al. (2021)). Водночас процентна ставка Банку Англії реагувала на зміну рівня інфляції. Нижче наведено графік зміни процентної ставки Банку Англії з 2016 по 2023 рік. Як видно, у 2020-2021 роках ставка була знижена у відповідь на зменшення інфляційного тиску, пов'язаного з COVID-19.

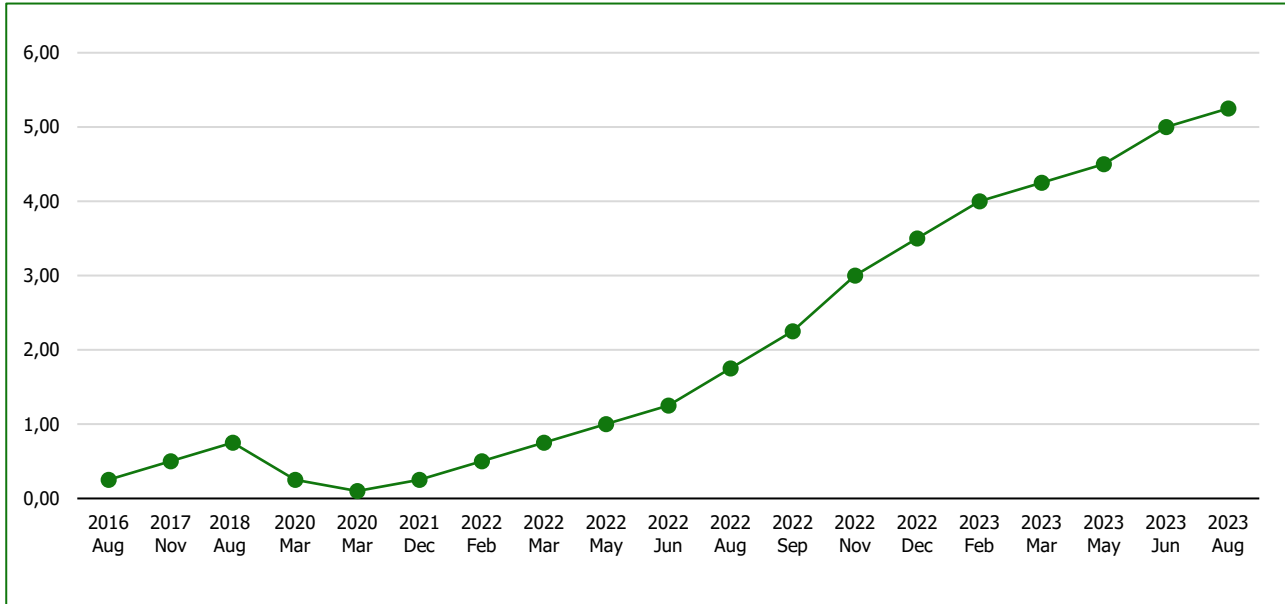


Рис. 4. Процентна ставка Банку Англії за 2016-2023 роки. (Джерело: складено за даними Банку Англії)

Російське вторгнення в Україну. На думку Jordan T. (2022), керівника Швейцарського національного банку, основним викликом російської воєнної агресії в Україні є деглобалізація світової економіки та підвищення інфляційних тенденцій.

Глобалізація мала великий вплив на монетарну політику. Найважливішою зміною в цьому відношенні стало все більш глобальне виробництво товарів, що зменшило інфляційний тиск. Тиск також знизився через те, що світова економіка порівняно легко задовольняла зростання попиту в окремих країнах. Протягом останніх 15 років неодноразово траплялися випадки, коли глобальні кризи спонукали центральні банки суттєво пом'якшити монетарну політику для запобігання серйозним економічним спадам. Спочатку такого пом'якшення досягали шляхом зниження процентних ставок, але потім усе частіше за допомогою нетрадиційних заходів, таких як інтервенції на валютному ринку.

Менш глобалізований світ для монетарної політики означатиме фрагментацію глобальної економіки та збільшення витрат на виробництво багатьох товарів, що спричинить триваліший інфляційний тиск. У результаті інфляція та економіка в цілому стануть більш нестабільними, а монетарна політика змушена буде реагувати на волатильність інфляції інтенсивніше, ніж за останні роки.

Важливе й те, що реалізація описаних тенденцій буде залежати від напряму руху нейтральної відсоткової ставки. Вона може підвищитися, і вага традиційної монетарної політики з використанням облікової ставки може повернутися на перший план, якщо будуть скорочені інвестиції заощаджень із країн, що розвиваються, у розвинені економіки. Крім того, вона може підвищитися, якщо витрати на оборону та інвестиції в енергетичну інфраструктуру призведуть до збільшення державного боргу. Як буде проілюстровано нижче, такі прогнози наразі реалізують, виходячи з прогнозних показників центральних банків різних країн щодо економічного розвитку в найближчій перспективі. Крім того, статистичні дані вказують на суттєве збільшення рівня інфляції в країнах Європи 2022 року та більшій частині 2023 року (Таблиця 5).

Таблиця 5. Щомісячні відсоткові показники інфляції окремих країн Європи за 2021-2023 рр. (Джерело: складено за даними з сайту <https://www.statista.com>)

Країна	Рік/міс.	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
Німеччина	2021	1,2	1,5	1,79	1,99	2,19	2,39	3,71	3,81	4,11	4,4	4,81	4,91
	2022	4,16	4,33	5,88	6,25	7,02	6,71	6,67	6,96	8,57	8,82	8,8	8,12
	2023	8,65	8,68	7,4	7,17	6,1	6,38	6,17	6,14	4,53	3,79	3,17	3,71
Польща	2021	2,6	2,4	3,2	4,3	4,7	4,4	5	5,5	5,9	6,8	7,8	8,6
	2022	9,4	8,5	11	12,4	13,9	15,5	15,6	16,1	17,2	17,9	17,5	16,6
	2023	16,6	18,4	16,1	14,7	13	11,5	10,8	10,1	8,2	6,6	6,6	6,2
Італія	2021	0,39	0,58	0,78	1,07	1,26	1,26	1,95	2,04	2,54	3,02	3,71	3,9
	2022	4,84	5,71	6,46	5,96	6,82	7,97	7,93	8,37	8,87	11,84	11,77	11,63
	2023	9,97	9,15	7,61	8,16	7,64	6,4	5,93	5,44	5,34	1,69	0,67	0,59
Франція	2021	0,6	0,6	1,1	1,2	1,4	1,5	1,2	1,9	2,2	2,6	3	2,8
	2022	2,9	3,6	4,5	4,8	5,2	5,8	6,1	5,9	5,6	6,2	6,2	5,9
	2023	6	6,3	5,7	5,9	5,1	4,5	4,3	4,9	4,9	4	3,5	3,7
Бельгія	2021	0,26	0,46	0,89	1,23	1,46	1,63	2,27	2,73	2,86	4,16	5,64	5,71
	2022	7,59	8,04	8,31	8,31	8,97	9,65	9,62	9,94	11,27	12,27	10,63	10,35
	2023	8,05	6,62	6,67	5,6	5,2	4,15	4,14	4,09	2,39	0,36	0,76	1,35

Ohlsson H. (2022), голова Шведського центрального банку, оцінюючи економічні перспективи, пов'язані з досліджуваним епізодом війни, зазначав, що протягом багатьох періодів високої інфляції, пов'язаних із війною, наслідки монетарної політики значною мірою залежали від очікувань компаній і домогосподарств щодо майбутнього економічного розвитку. Очікування економічних агентів щодо майбутньої інфляції є важливим елементом довіри до монетарної політики при досягненні цілі інфляції. П'ятирічні інфляційні очікування учасників грошового ринку промислово розвинених країн уже давно наближаються до 2%. Отже, очікування зросли, хоча й не до тривожних рівнів.

У зв'язку з цим, важливо вчасно запобігати таким тенденціям. Наразі є підстави коригувати напрям монетарної політики та впроваджувати її менш експансіоністський варіант шляхом поступового підвищення відсоткової ставки центральних банків. Негативною стороною таких дій стане сповільнення економічної активності та активності на ринку праці.

На економічну деглобалізацію та необхідність підвищення відсоткових ставок центральних банків як наслідки досліджуваної війни вказував також Rogoff K. (2022). На переконання автора, росія наразі має вигляд ізольованої на тривалий період, але реальний удар по глобалізації станеться, якщо обсяги торгівлі між розвиненими економіками та Китаєм зменшаться до критичних рівнів, що можливе за деяких сценаріїв. Це, у свою чергу, на тривалий період посилить інфляційний тиск. Наскільки центральним банкам доведеться підвищити процентні ставки та як довго вони залишатимуться на цьому рівні, є головним питанням.

Gopinath G. (2023) відзначає, що ключовим ризиком досліджуваної війни є те, що висока інфляція руйнує сформовані інфляційні очікування. Підвищення процентних ставок для стримування інфляції призведе до скорочення виробництва. Виклик для центральних банків ускладниться, якщо шоки пропозиції стануть більш укоріненими. Це може статися, якщо держави задля зниження ризику збоїв у ланцюгах поставок підвищать торговельні бар'єри. Від фрагментації торгівлі особливо постраждають економіки, що розвиваються, оскільки вони більш вразливі до зовнішніх потрясінь.

У свою чергу, представники ФРС акцентували увагу на тому, що підвищені геополітичні ризики, викликані російським вторгненням в Україну, несприятливо впливатимуть на світові економічні умови як мінімум протягом 2022 року шляхом зниження ВВП та значного підвищення інфляції. Ці наслідки значні, але вони, здається, недостатні для зупинки глобального відновлення після пандемії COVID-19. Однак майбутнє війни є невизначеним і непередбачуваний розвиток конфлікту може погіршити економічні прогнози (Caldara D. et al. (2022).

У зв'язку з цим, показовою є реакція центральних банків та їхні прогнози після початку російського воєнного вторгнення. Нижче наведені деякі з таких прогнозів.

У звіті за перший квартал 2022 року (Swiss National Bank. Quarterly Bulletin (1/2022 March)) Швейцарський національний банк відзначав, що вторгнення росії в Україну призвело до значного зростання невизначеності в усьому світі. Інфляція за перші місяці року зросла й становила 2,2%, що, насамперед, пов'язано зі значним зростанням цін на нафтопродукти й товари, які постраждали від перебоїв у постачаннях. Напружена ситуація з цими продуктами й товарами, як зазначали, збережеться в найближчі місяці через війну в Україні. У зв'язку з цим центральний банк підвищив умовний прогноз інфляції на 2022 рік, хоча перегляд у бік підвищення є менш вираженим у довгостроковій перспективі. Новий прогноз складав 2,1% на 2022 рік та 0,9% на 2023 рік. При цьому облікова ставка мала залишатися на рівні 0,75% протягом усього періоду прогнозування. Незважаючи на війну в Україні, за прогнозом мало зберегтися глобальне економічне відновлення (після COVID-19), хоча й дещо сповільнене.

Схожі прогнози робив і Банк Англії після вторгнення росії в Україну (Monetary Policy Report (May 2022)). У Великобританії інфляція зросла до 7% у березні 2022 року (із 6,2% у лютому) в основному через значне зростання світових цін на енергоносії та інші товари. Останнє пов'язане з порушенням ланцюгів постачання та зрушенням глобального попиту на товари тривалого користування (що почалося ще за пандемії COVID-19). Пік інфляції очікували в четвертому кварталі 2022 року (трохи більше за 10%), що було б найвищим показником із 1982 року та значно перевищувало б таргет центрального банку (2%). Насправді, як показав час, пік інфляції припав на жовтень 2022 року (11,1%), після чого почалося її зниження (у тому числі через дію облікової ставки Банку Англії).

Прогнози центрального банку Польщі (Report on monetary policy in 2022 (2023)) до війни передбачали збереження сприятливих економічних умов, однак після початку воєнної агресії росії проти України прогноз змінився, зважаючи на значне зростання невизначеності (у другому кварталі 2022 року ВВП Польщі зменшився до 6,1% порівняно з 8,6% у четвертому кварталі 2021 року). Воєнна агресія призвела також до зменшення ліквідності в банківському секторі Польщі, особливо з лютого по березень 2022 року.

Дані, доступні до початку вторгнення росії в Україну, свідчать про те, що в багатьох економіках, включаючи Польщу, економічне відновлення після пандемії COVID-19 відбувалося одночасно зі зростанням цін на товари, що призвело до прискорення глобальної інфляції. Початок війни спровокував подальше зростання цін на товари, невизначеність і погіршення настроїв економічних агентів. Водночас продовжувалися перебої в міжнародній торгівлі. Інфляція досягла найвищого рівня за останні десятиліття (річний індекс споживчих цін Польщі 2022 року становив 14,4%).

ДИСКУСІЯ

Ураховуючи динамічність і розмаїття екзогенних шоків, що продовжують виникати, наукова література має відстежувати нові дані та співвідносити їх з існуючою монетарною політикою центральних банків.

Нам здаються перспективними подальші дослідження екзогенних шоків у співвідношенні з монетарною політикою центральних банків саме з позиції порівняльного підходу (різних за природою шоків, у різні історичні періоди та за відповідних реакцій монетарної політики на кинуті виклики). Ця стаття є саме такою спробою.

У цілому, продовжуючи загальну конотацію досліджень за проблематикою статті, ми виокремили непередбачуваність як загальну характеристику для всіх проаналізованих шоків і виклик для монетарної політики центральних банків.

Крім того, актуальні екзогенні шоки, пов'язані з пандемією COVID-19 і російським вторгненням на територію України, наразі незавершені, що зумовлює постійну актуалізацію інформації щодо їхнього впливу на рамки монетарної політики центральних банків.

ВИСНОВКИ

Досліджені приклади екзогенних шоків відбувались у різні історичні періоди, зазвичай мали різне підґрунтя та відрізнялися перебігом подій. Однак визначальною характеристикою, що впливала на рамки монетарної політики, була їхня завчасна непередбачуваність. Інколи індикатори майбутніх потрясінь ігнорували економічні агенти (як у випадку Азійської фінансової кризи) або екзогенні шоки справді не мали передвісників (наприклад, у випадку воєнних конфліктів).

У зв'язку з цим та незважаючи на прийняття багатьма країнами рамок монетарної політики у вигляді інфляційного таргетування, основним завданням центральних банків у часи екзогенних шоків залишається забезпечення ліквідності банківського сектора з метою запобігання панікам.

Складність реагування центральних банків на екзогенні шоки проявлялась також у тому, що вони як правило не виступали єдиною причиною потрясінь і подальших рецесій. Зазвичай їх існування збігалось у часі з іншими за характером великими шоками (наприклад, нафтові шоки з воєнними конфліктами чи подолання наслідків COVID-19 із російським вторгненням в Україну).

У періоди екзогенних шоків проявляються різні інфляційні тенденції, що впливають на очікування економічних агентів. Наприклад, у періоди перших нафтових шоків інфляційний тиск збільшувався, однак подальші кризи, пов'язані зі значним зростанням цін на нафту, проходили менш стресово через удосконалення інституційних монетарних механізмів реагування на них та зменшення частки нафти в процесах виробництва й споживання. У свою чергу пандемія COVID-19 супроводжувалася зменшенням економічної продуктивності, що було підґрунтям послаблення інфляційного тиску.

Виходячи з цього, вчасна ідентифікація природи екзогенних шоків, тенденцій їхнього розвитку, наявності незалежного й транспарентного статусу центральних банків, розвиненість традиційних (відсоткова ставка) і нетрадиційних (наприклад, валютні інтервенції) інструментів монетарного втручання визначають і тривалість шоків, і подальші строки економічного відновлення.

ДОДАТКОВА ІНФОРМАЦІЯ

ВНЕСОК АВТОРІВ

Розробка концепції: Шкільник І.

Супровід даних: Огорілко Ю.

Формальний аналіз: Огорілко Ю.

Методологія: Шкільник І., Огорілко Ю.

Програмне забезпечення: Шкільник І.

Джерела: Огорілко Ю.

Контроль: Шкільник І.

Перевірка: Огорілко Ю.

Дослідження: Шкільник І., Огорілко Ю.

Візуалізація: Огорілко Ю.

Залучення фінансування: Шкільник І., Огорілко Ю.

Написання – рецензування та редагування: Шкільник І.

Написання - оригінальний рукопис: Огорілко Ю.

ФІНАНСУВАННЯ

Автор(и) не отримував(-ли) фінансування для цього рукопису.

КОНФЛІКТ ІНТЕРЕСІВ

Автор(и) заявляє(-ють) про відсутність конфлікту інтересів.

REFERENCES / ЛІТЕРАТУРА

1. P Altig, D., Baker, S., Barrero, J.M., Bloom, N., Bunn, P., Chen, S., Davis, S.J., Leather, J., Meyer, B., Mihaylov, E., Mizen, P., Parker, N., Renault, T., Smietanka, P., & Thwaites, G. (2020). Economic uncertainty before and during the COVID-19 pandemic. *Journal of Public Economics*, 191(C), 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2020.104274>
2. Barro, R.J. (2001). Economic Growth in East Asia Before and After the Financial Crisis. *NBER Working Paper Series*, 8330, 1–42. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=273698
3. Barsky, R., & Kilian, L. (2004). Oil and the Macroeconomy Since the 1970s. *Journal of Economic Perspectives*, 18 (4), 115-134. <https://doi.org/10.1257/0895330042632708>
4. Benmelech, E., & Tzur-Ilan, N. (2020). The Determinants of Fiscal and Monetary Policies During the COVID-19 Crisis. *NBER Working Paper Series*, 27461, 1–42. <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/27461.html>
5. Bergant, K., & Forbes, K. (2021). Macroprudential Policy During COVID-19: The Role of Policy Space. *NBER Working Paper Series*, 29346, 1–37. <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/29346.html>

6. Bernanke, B.S., Gertler, M., & Watson, M. (1997). Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 91–142. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1997/01/1997a_bpea_bernanke_gertler_watson_sims_friedman.pdf
7. Blanchard, O.J., & Gali, J. (2007). The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why are the 2000s So Different from the 1970s? *NBER Working Paper Series*, 13368, 1–77. <https://doi.org/10.7208/chicago/9780226278872.003.0008>
8. Caldara, D., Conlisk, S., Iacoviello, M., & Penn, M. (2022). The Effect of the War in Ukraine on Global Activity and Inflation. *FED's Notes*. <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-effect-of-the-war-in-ukraine-on-global-activity-and-inflation-20220527.html>
9. Chang, R., & Velasco, A. (1998). The Asian Liquidity Crisis. *NBER Working Paper Series*, 6796, 1–59. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w6796/w6796.pdf
10. Davidson, S. (2005). The 1997-1998 Asian Crisis: A Property Rights Perspective. *Cato Journal*, 25(3), 567–582. <https://ciaotest.cc.columbia.edu/olj/cato/v25n3/v25n3m.pdf>
11. Dvir, E., & Rogoff, K.S. (2009). Three Epochs of Oil. *NBER Working Paper Series*, 14927, 1–49. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w14927/w14927.pdf
12. Gopinath, G. (2023). Crisis and monetary policy. The pandemic and war have bred new challenges for global central banks in coming years. *Finance & Development*, 15–17. <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/crisis-and-monetary-policy-gita-gopinath>
13. Hamilton, J.D. (2011). Historical Oil Shocks. *NBER Working Paper*, 16790, 1–51. <https://ssrn.com/abstract=1768548>
14. Hamilton, J.D. (2012). Oil Prices, Exhaustible Resources, and Economic Growth. *NBER Working Paper Series*, 17759, 1–64. <http://www.nber.org/papers/w17759.pdf>
15. Hurley, J., Karmakar, S., Markoska, E., Walczak, E., & Walker, D. (2021). Impacts of the COVID-19 crisis: evidence from 2 million UK SMEs. *Staff Working Paper. Bank of England*, 924, 1–41. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3868881>
16. Hüser, A.-C., Lepore, C., & Veraart, L. (2021). How does the repo market behave under stress? Evidence from the COVID-19 crisis. *Staff Working Paper, Bank of England*, 910, 1–28. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3796315>
17. Kuznyetsova, A., Misiats, N., & Klishchuk, O. (2017). The equilibrium model of demand and supply at the Ukrainian Interbank Foreign Exchange Market: disclosure of problematic aspects. *Banks and Bank Systems*, 12(4), 31–43. [https://doi.org/10.21511/bbs.12\(4\).2017.03](https://doi.org/10.21511/bbs.12(4).2017.03)
18. Jordan, T. (2022). What are the consequences of the war in Ukraine for the SNB's monetary policy? *114th Ordinary General Meeting of Shareholders of the Swiss National Bank, Berne*, 1–5. <https://www.bis.org/review/r220502c.pdf>
19. Lee, J., & Song, J. (2009). Nature of Oil Price Shocks and Monetary Policy. *NBER Working Paper Series*, 15306, 1–34. <https://ssrn.com/abstract=1469103>
20. Levin, A.T., & Sinha, A. (2020). Limitations on the Effectiveness of Monetary Policy Forward Guidance in the Context of the COVID-19 Pandemic. *NBER Working Paper Series*, 27748, 1–33. <https://ssrn.com/abstract=3683624>
21. Lokshin, M., Kolchin, V., & Ravallion, M. (2020). Scarred but Wiser: World War 2's COVID Legacy. *NBER Working Paper Series*, 28291, 1–28. <http://www.nber.org/papers/w28291>
22. Mishkin, F.S. (1999). Lessons from the Asian Crisis. *Journal of International Money and Finance*, 18, 709–723. https://cms-content.bates.edu/prebuilt/mishkin_2.pdf
23. Monetary Policy Report. (2020 August). *Monetary Policy Committee. Bank of England*, 1–53. <https://www.bankofengland.co.uk/media/boe/files/monetary-policy-report/2020/august/monetary-policy-report-august-2020>
24. Monetary Policy Report. (2021 February). *Monetary Policy Committee. Bank of England*, 1–46. <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-report/2021/february-2021>
25. Monetary Policy Report. (2022 November). *Monetary Policy Committee. Bank of England*, 1–44. <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policyreport/2022/november-2022>
26. Monetary Policy Report. (2020 January). *Monetary Policy Committee. Bank of England*, 1–48. <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-report/2020/january-2020>
27. Monetary Policy Report. (2020 May). *Monetary Policy Committee. Bank of England*, 1–63. <https://www.bankofengland.co.uk/report/2020/monetary-policy-report-financial-stability-report-may-2020>
28. Monetary Policy Report. (2021 May). *Monetary Policy Committee. Bank of England*, 1–49. <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-report/2021/may-2021>
29. Monetary Policy Report. (2022 May). *Monetary Policy Committee. Bank of England*, 1–112. <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policyreport/2022/may-2022>
30. Ohlsson, H. (2022). Monetary policy and inflation in times of war. *Department of Economic History, Uppsala University*, 1–14. <https://www.riksbank.se/globalassets/media/tal/engelska/ohlsson/2022/ohlsson---monetary-policy-and-inflation-in-times-of-war.pdf>
31. Park, Y.C., & Lee, J.-W. (2001.) Recovery and Sustainability in East Asia. *NBER Working Paper Series*, 8373, 1–64. <https://www.nber.org/system/files/chapters/c9654/c9654.pdf>
32. Swiss National Bank. (2022 March 30). *Quarterly Bulletin 1/2022*, 40, 3–43. https://www.snb.ch/en/publications/quarterly-bulletin/2022/03/quartbul_2022_1_komplett

33. Radelet, S., & Sachs, J. (1998). The Onset of the East Asian Financial Crisis. *NBER Working Paper Series*, 6680, 1–81. <https://www.nber.org/system/files/chapters/c8691/c8691.pdf>
34. Report on monetary policy in 2022. (2023). *Narodowy Bank Polski*, 2-47. <https://nbp.pl/wp-content/uploads/2023/05/Report-on-monetary-policy-in-2022.pdf>
35. Rogoff, K. (2022). The Long-Lasting Economic Chock of War. *Analytical Series. International Monetary Fund*. <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2022/03/the-long-lasting-economic-shock-of-war>
36. Selgin, G. (2021). The fiscal and monetary response to COVID-19: What the Great Depression has – and hasn't – taught us. *Economic Affairs*, 41(1), 3–20. <https://doi.org/10.1111/ecaf.12443>
37. Wong, Y.C.R. (1999). Lessons from the Asian Financial Crisis. *Cato Journal*, 18(3), 391–398. <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=ba39e95952cb237da945e0a6a181b951fe1adfe7>

Inna Shkolnyk, Yurii Ohorilko

EXOGENIC SHOCKS AND MONETARY POLICY OF CENTRAL BANKS

The article is devoted to determining the impact of exogenous shocks, that occurred in different historical periods, on the development of the monetary policy of central banks.

According to the results of the conducted research, it was established that the analyzed examples of exogenous shocks occurred in different historical periods, usually had different foundations and differed in the course of events. However, the defining characteristic affecting the framework of monetary policy was their premature unpredictability. Sometimes indicators of future shocks were ignored by economic agents (as in the case of the Asian financial crisis), or exogenous shocks really had no precursors (for example, in the case of military conflicts).

Regarding this, and despite the adoption by many countries of the framework of monetary policy in the form of inflation targeting, the main task of central banks in times of exogenous shocks remains to ensure the liquidity of the banking sector in order to prevent panic.

The complexity of central banks' response to exogenous shocks was also manifested in the fact that they were usually not the only cause of shocks and subsequent recessions. Usually, their existence coincided in time with other large shocks in nature (for example, oil shocks with military conflicts or overcoming the consequences of COVID-19 with the Russian invasion of Ukraine).

The author emphasizes that during periods of exogenous shocks, various inflationary tendencies appear, affecting the expectations of economic agents. For example, during the periods of the first oil shocks, inflationary pressure increased, but subsequent crises associated with a significant increase in oil prices were less stressful due to the improvement of institutional monetary mechanisms for responding to them and the reduction of the share of oil in production and consumption processes. In turn, the COVID-19 pandemic was accompanied by a decrease in economic productivity, which was the basis for weakening inflationary pressure.

Based on this, the timely identification of the nature of exogenous shocks, their development trends, the presence of an independent and transparent status of central banks, the development of traditional (interest rate) and non-traditional (for example, currency interventions) instruments of monetary intervention determine both the duration of shocks and the subsequent terms of economic recovery.

Keywords: financial crisis, central bank, COVID-19 pandemic, inflationary pressure, oil shocks

JEL Classification: B22, E31, E42